

*прямой зависимости собственного капитала организации от ее вклада в воспроизводство природного капитала страны как части национального богатства; будет способствовать решению проблемы асимметричности информации субъектов хозяйствования в части экологических аспектов землепользования, обеспечению устойчивого природопользования, поддержания экологических функций почв и реализации мер по борьбе с их деградацией и загрязнением; будет являться стимулирующим экономическим механизмом для обеспечения неистощимого рационального использования и охраны земель в условиях развития земельных отношений.*

### Литература

1. Вегера, С.Г. Учет земельной ренты в современной системе экономических отношений: методологические проблемы и принципы / С.Г. Вегера // Бухгалтерский учет и анализ. – 2011. – № 2. – С. 3 – 6.

## ИСТОРИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

*Л. Виллис, лектор, Миколо Ромерио Университет,  
г. Вильнюс, Литовская Республика*

До 1970 г. слияния и поглощения предприятий было редким явлением в мировой экономике, это время ознаменовалось больше созданием новых предприятий. Сегодня слияния предприятий становятся чуть ли не главным инструментом для достижения максимальной отдачи от инвестиций. Пионером процесса слияния компаний стали США, позже эта тенденция распространилась по всему миру.

Существуют пять активных периодов слияния и поглощения предприятий, имеющих отличительные особенности и представляющие особенный характер того времени [Gaughan, 2007; Cassiman, Colombo, 2006]. Все эти периоды характеризуются повышенной активностью слияний на рынке, за которой следует период затишья с минимальным объемом рыночных операций. Самая яркая волна слияний и поглощений предприятий захлестнула рынки США, в Европе эти процессы были отмечены лишь в Германии и Великобритании.

Все пять волн слияния и поглощения компаний оказали самое большое влияние на рынки США. Благодаря им была преобразована промышленность США, состоящая из малых и средних предприятий, в современную форму, в которой доминируют крупные транснациональные компании [Cassiman, Colombo, 2006]. Каждая из этих волн поднималась во время экономического подъема, и условия для развития предприятий были самые благоприятные. Все пять волн зависели от одного или комбинации нескольких основных экономических факторов, таких, как: рост цен на акции, падение процентных ставок и стремительного технологического прогресса. Хотя все указанные факторы и влияют на ры-

ночную экономику в целом, создавая благоприятные условия для объединения, однако сектор частоты слияний определяет специфика определенной отрасли хозяйства.

Существует много предположений о причине образования волн слияний и поглощений, но наибольшего признания получила так называемая теория промышленного шока [Mitchell, Mulherin, 1996]. Эта теория гласит, что волны слияния вызваны не обычным показателем экономического роста, а определенным шоком в различных отраслях промышленности. Промышленные шоки (дерегулирование рынка, существенные изменения в структуре себестоимости, земельные инновации и новые способы финансирования), которые могут изменить структуру рынка, определяются как факторы, влияющие на структуру отрасли. В случае таких шоков фирмы вынуждены предпринимать определенные внутренние или внешние усилия, для поддержки конкурентоспособности на рынке, а это, в итоге, определяет перераспределение активов компаний между различными отраслями.

Mitchell, Mulherin (1996) выделили три основные шока, комбинация которых приводит к образованию волн слияния и поглощения предприятий.

1) Экономические шоки, то есть события, нагнетающие темп роста промышленности. Компании вынуждены догонять растущий рынок, а слияния и поглощения – более ускоренная форма расширения, чем нормальный внутренний рост.

2) Регуляционные шоки. Они происходят при смене определенных правовых элементов, ограничивающих слияния и поглощения предприятий.

3) Технологические шоки. К ним могут быть причислены различные виды технологических инноваций, в большой степени влияющие на рынки и создающие подчас целые отрасли промышленности.

Однако одной теории промышленного шока недостаточно, чтобы объяснить причину возникновения волн слияний и поглощений. Дополнительные причины этого феномена можно разделить на две группы: неоклассические и поведенческие.

Сторонники **неоклассической гипотезы** утверждают, что не меньшее влияние, нежели теория промышленного шока, на слияния предприятий оказывает ликвидность капитала, находящегося на рынке. Исследователи Eisfeld и Rampini (2003) доказали, что большие циклические колебания ликвидности капитала на рынке оказывают значительное влияние на капитальные трансферты. Shleifer, Vishny (2003) утверждают, что основной причиной волн слияния является увеличивающийся денежный поток, повышающий ликвидность предприятий, освобождающий их финансы и приводящий цену компаний к ее реальной стоимости. Harford (2005) подтверждает мнение о том, что фирмы с большими запасами наличности более активны на рынке приобретений. В результате промышленные шоки могут привести к перераспределению ресурсов и, следовательно, к волне слияний и поглощений предприятий только при условии достаточной ликвидности рыночного капитала.

Сторонники **поведенческой гипотезы** утверждают, что на увеличивающуюся активность слияний в течение относительно короткого периода времени, в основном, влияет увеличивающаяся активность самого фондового рынка. По мнению Shleifer, Vishny (2003), «бычий рынок» создает условия потенциальным покупателям, используя свои акции с завышенными по стоимости активами, приобретать предприятия с заниженно оцененными активами. К этому добавляется и часто завышенный синегетический эффект, позволяющий создавать добавочную стоимость там, где на самом деле ее не существует. Rhodes-Kropf, Viswanathan (2003) утверждают, что рациональная поведенческая модель показывает корреляцию между рыночным этапом и волнами слияния. Рациональные покупатели, не располагающие полным объемом информации о качестве активов продавца, готовы принять предложения от компаний с завышенной стоимостью активов в период рыночного бума. Verter (2002) также подтверждает, что созданная разница между реальной (справедливой) и искусственной стоимостью акций воздействует на активность слияний предприятий.

Основные волны слияний предприятий были отмечены в 1897, 1918, 1963, 1981 и 1993 годах.

Большинство авторов, исследуя волны слияний и поглощений, отмечают несколько разные промежутки времени, в течение которых эти волны происходили [Cassiman, Colombo, 2006; DePamphilis, 2003; Gaughan, 2007, Lipton, 2006]. Однако все пять волн в общем получили одинаковые характеристики, и авторы одинаково отметили самые активные периоды слияния [Cassiman, Colombo, 2006].

Период 1887 – 1906 гг. был отмечен *волной горизонтальных слияний*. Эта волна последовала за экономической депрессией 1883 года. Больше всего на нее повлияло стремление предприятий к эффективности предпринимательства, миграция на запад и изменения в области технологий.

В этот период восстановления экономики, а значит, и финансовых рынков были созданы общества, несущие ответственность за процветание нефтедобывающей, сталелитейной, железнодорожной и других отраслей промышленности. Горизонтальные слияния небольших предприятий стали повышать риск образования монополии металло-, горнодобывающей и транспортной сфер США. Упразднение законодательной базы предприятий также отчасти стало одной из причин возникновения волны слияний и поглощений. Гребнем этой волны стало внедрение в практику антимонопольного закона на горизонтальные слияния и Первая мировая война.

1918 – 1929 годы ознаменовали *волну повышенной концентрации*. Этот период пришелся на этап причастия США к Первой мировой войне, что обусловило послевоенный подъем экономики. Предприятия продолжали сливаться, укрепляя позиции на рынке. Появившиеся олигополии вызвали сомнения в эффективности антимонопольного закона США. В то же время активизировались и вертикальные слияния в секторах, зависящих от распределения ресурсов. Благодаря им были созданы одни из первых компаний, управляющие всем процес-

сом производства и инфраструктурой поставок. Например, Ford – производитель автомобилей – расширила свою деятельность от сборки автомобилей до выплавки стали, транспортировки сырья и даже добычи железа [Lipton, 2006]. Дальнейшее развитие железных дорог и роста автомобильной промышленности помогло трансформировать внутренние рынки, охватывающие один или несколько штатов, в рынки, охватывающие все государство. Волна увеличивающейся концентрации закончилась в 1929 году в результате распада фондовых бирж и в начале периода Великой депрессии.

В период 1958 – 1971 г. прошла *волна конгломератных слияний*, ознаменовавших развитие финансовой инженерии и появление конгломератов. Это один из самых длинных в истории фондовых бирж и экономического роста период, приведший к рекордному значению отношения стоимости акций и прибыли ( $P/E$ ) компаний. Предприятия, достигнувшие высокого уровня показателя  $P/E$ , начали использовать возможность слияния и приобретения компаний с целью увеличения получаемой прибыли с одной акции (индекс EPS). Предприятия, условно имеющие высокое значение показателя  $P/E$ , могли приобрести предприятия с низким уровнем этого показателя и после процесса слияния компаний увеличить значение EPS. В это время компании приступили к диверсификации линии производимых продуктов и услуг, создавая конгломераты. Этот период закончился в результате падения стоимости акций конгломератных предприятий в 1970 г. Диверсификация так и не помогла конгломератам достичь прибавочной стоимости.

*Волна утверждения на рынке* охватила 1978 – 1989 период, который часто называют волной слияний. Первый агрессивный выкуп состоялся в 1974 году, когда производящая строительное оборудование компания «Inco» с помощью Инвестиционного банка Morgan Stanley переняла компанию ESB. Этот инцидент дал начало сотрудничеству инвестиционных банков и компаний в процессе агрессивного поглощения предприятий. Не меньшее значение в этот период приобрели и ставшие популярными производные ценные бумаги, и ненадежные облигации. В 1980 году впервые в истории осуществляемые иностранными государствами приобретения США превысили инвестиции США в Канаду, Европу и другие государства восточного побережья. Во время этой волны некоторые крупные предприятия впервые стали объектом поглощения. Концом периода утверждения на рынке можно считать 1990 год, ознаменовавшийся крахом ненадежных облигаций на рынке и появлением серьезных проблем с капиталом коммерческих банков.

Период с 1993 года по настоящее время получил название как *большая волна слияний*. Эта волна характеризуется ростом международных транзакций с высокой стоимостью. Европейские компании более чем когда-либо активно участвуют на рынке слияния и поглощения предприятий. Снижение торговых барьеров, упрощение правовой базы, технический прогресс и глобальное распределение капитала привели к самому длительному в истории росту экономики и цен на акции.

В заключение важно отметить, что активность слияний и поглощений предприятий на рынке напрямую зависит от таких факторов, как ликвидность корпоративного капитала, преобладающие настроения инвесторов на фондовых рынках, технический прогресс, изменения в законодательной базе и т.д. Все пять волн, захлестнувшие рынок слияний и поглощений предприятий, имеют ряд сходств и различий, продиктованных вызовами своего времени. Теоретики до сих пор спорят о том, в полном ли объеме учтены все факторы, спровоцировавшие мировые волны слияний, и строят новые оптимистичные и пессимистичные сценарии по вопросу слияния и поглощения предприятий на будущее. Однако ясно одно: в изменчивом, глобализированном мире предпринимательства и ужесточения конкуренции компании будут все время искать новые, нетрадиционные пути укрепления своих позиций на рынке.

### Литература

1. Gaughan, P.A. 2007. Mergers, Acquisition and Corporate Restructurings // John Wiley & Sons.
2. Cassiman, B.; Colombo, M.G. 2006. Mergers and Acquisitions: The Innovation Impact // Edward Elgar Publishing.
3. Mitchell, M.; Mulherin, J.H. 1996. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity // Journal of Financial Economics Vol. 41: p. 193 – 229.
4. Eisfeldt, A.; Rampini, A. 2003. Capital reallocation and liquidity // Northwestern University Working Paper.
5. Shleifer, A.; Vishny, R. 2003. Stock market driven acquisitions // American Economic Review Papers and Proceedings 80: p. 148 – 153.
6. Harford, J. 2005. What Drives Merger Waves // Journal of Financial Economics. Vol. 77(3): p. 529 – 560.
7. Rhodes-Kropf, M.; Viswanathan, S. 2003. Market valuation and merger waves forthcoming // Journal of Finance.
8. Verter, G. 2002. Timing Merger Waves // Harvard University mimeo.
9. Lipton, M. 2006. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries // York University: Osgoode Hall Law School.
10. Galpin, T.J.; Herndon, M. 2000. The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level // Jossey-Bass.

### ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

*Л.П. Гайжаускас, д. с. н., доцент, Р.А. Валкаускас, д. с. н., доцент,  
Вильнюсский университет, Литовская Республика*

**Введение.** Успех деятельности предприятий на высококонкурентном, а в последнее время и достаточно нестабильном рынке, зависит от множества взаимосвязанных факторов. Одним из важных инструментов, позволяющих уменьшить неопределенность рынка и добиться поставленных целей, признается хорошо отлаженная на всех уровнях управления система планирования и контроля